

Master Limited Partnership Monitor and Reference Book

Vorwort von Nordcapital

Die Citigroup sieht in den kommenden Jahren großes Entwicklungspotential für das sogenannte Midstream-Segment des US-amerikanischen Energieversorgungsmarktes. Master Limited Partnerships (MLP) weisen in diesem Segment, in dem es um den Transport und die Lagerung von Erdöl und Erdgas geht, eine relativ unelastische Nachfrage auf, die auch dann stabil bleibt, wenn die Preise steigen. Der Midstream-Markt ist damit nahezu unabhängig von Wirtschaftswachstum und Marktentwicklungen. Eine mögliche Rezession in den USA hätte somit nur geringe Auswirkungen auf die Steigerungsraten der Ausschüttungen von Midstream-MLP.

Das bestätigen auch die aktuellen Entwicklungen. Durch regionale Kapazitätsbeschränkungen, z.B. bei der Erdgasförderung in den Rocky Mountains, und wechselnde Lieferquellen, z.B. die Ölsandvorkommen in Kanada, befinden sich die USA zur Zeit in einem der größten Expansionsprozesse von Pipeline- und Lagerinfrastruktur seit den fünfziger und sechziger Jahren. Die Citigroup-Analysten gehen davon aus, dass die Kombination aus attraktiven laufenden Erträgen, deutlich erkennbarem Renditewachstum und den vergleichsweise geringen Risikowerten einen besonders günstigen Einstiegszeitpunkt für Investments in diesem Sektor bietet. Auch institutionelle Investoren haben das MLP-Segment mittlerweile für sich entdeckt – so ist jüngst The Blackstone Group beim Midstream-Unternehmen Crestwood Midstream Partners eingestiegen.

Nordcapital hat die Entwicklungsmöglichkeiten des US-amerikanischen MLP-Marktes bereits frühzeitig erkannt und ein attraktives Beteiligungsangebot emittiert, so dass der aktuell günstige Einstiegszeitpunkt direkt genutzt werden kann.

Überzeugen Sie sich selbst von den Chancen, die der Wachstumsmarkt der Energieversorgung in den USA bietet. Im Folgenden haben wir die wesentlichen Inhalte der Citigroup-Studie "Master Limited Partnership Monitor and Reference Book" für Sie ins Deutsche übersetzt.

Master Limited Partnerships (MLP) – Aktuelle Bewertungsansätze

Attraktive Aussichten für die zweite Jahreshälfte

Bedingt durch den starken Rückgang der wirtschaftlichen Fundamentaldaten, war es im vergangenen Jahr auch für Midstream-MLP schwierig, erzielte Kursgewinne zu halten. Während wir im Dezember 2007 die Wachstumschancen für 2008 zurückhaltender prognostizierten, meinen

wir nun, dass der MLP-Sektor, ausgehend von der derzeitigen Situation, kaum günstiger bewertet sein kann und momentan nur ein geringes Abwärtspotential besteht.

Im Dezember gingen wir davon aus, dass sich MLP vor allem im zweiten Halbjahr 2008 positiv entwickeln würden, da Makrofaktoren, wie der angespannte Kapitalmarkt, Aktienemissionen und alternative Anlagen kurzfristige Wertzuwächse bei MLP begrenzen würden. Da sich die Makrofak-

toren inzwischen geändert haben, bewerten wir die bevorstehende Entwicklung von MLP im Midstream-Bereich zunehmend positiv. Die Gründe dafür sind:

1. Die Börsenkurse der MLP-Gesellschaften notieren gleichbleibend niedrig, obwohl die Ausschüttungen stark gestiegen (Vergleich 4. Quartal 2007/1. Quartal 2008) sind.
2. Wir gehen davon aus, dass Hedgefonds ihre Investmentstrategie leicht verändern und zukünftig wieder weniger Fremdkapital bei Banken oder am Finanzmarkt abbauen werden.
3. Wir sind der Meinung, dass sich der Kapitalfluss in diesem Sektor erhöhen wird, wenn die Risikoprämie zwischen Staatsanleihen und Unternehmensanleihen weiter steigt.

Obwohl wir den MLP-Markt zum Jahresende 2008 insgesamt optimistischer bewerten, können wir keine Einzelwerte benennen, die besonders hohe Wertzuwächse versprechen. Im derzeitigen Marktumfeld scheint die sicherste Strategie zu sein, MLP-Werte bei marginalen Rückgängen zu kaufen, sofern diese nicht auf eine verschlechterte Gesamtmarktlage zurückzuführen sind.

Unsere Einschätzung zu den Top-MLP im Midstream-Bereich

Grundsätzlich bevorzugen wir MLP, die einen stabilen Cashflow und eine erstklassige Bonität aufweisen. Expansionsprojekte, die auf organischem Wachstum basieren, sollten hohe Ertragschancen bieten. Wir meinen, dass MLP mit diesem Anlagefokus eine gute Aussicht auf langfristige Dividendensteigerung bieten. Im Gegensatz dazu stehen MLP, deren Wachstumsstrategie ausschließlich auf Akquisitionen ausgegliederter Unternehmenssparten sowie klassischen Übernahmen basiert. Diese MLP könnten durch zunehmende Kreditknappheit und begrenzte, kurzfristige Liquidität ein insgesamt schlechteres Gesamtergebnis erzielen.

Aufgrund der aktuellen Lage des Kapitalmarktes sind die Wachstumschancen von MLP, die ausschließlich auf Akquisitionsstrategien setzen, unsicherer, weil die Durchführbarkeit von Akquisitionen, der zeitliche Verlauf und der wirtschaftliche Erfolg schwieriger zu prognostizieren sind. Aus diesem Grund sehen wir von Investitionen in

MLP mit dieser Wachstumsstrategie in den Jahren 2008 und 2009 ab. Obwohl wir starke Partnerschaften durchaus als positives Kriterium für den Erfolg von MLP werten, meinen wir dennoch, dass das entscheidende Kriterium für eine herausragende MLP-Wertentwicklung die Investition in qualitativ hochwertige Anlagen ist, die einen stabilen Cashflow generieren und die Möglichkeit auf organisches Wachstum bieten.

Die Gründe für unsere optimistische Einschätzung

Midstream-MLP sind bis heute die einzige Anlageklasse, die von grundlegenden Marktentwicklungen unabhängig sind. Zwar stimmen wir dem Zitat von John Maynard Keynes zu: "Die Märkte können länger irrational bleiben, als Du solvent", dennoch gehen wir davon aus, dass das Abwärtspotential - ausgehend von den jüngsten Marktentwicklungen - minimal und das Chancen-Risiko-Verhältnis attraktiv sind. Kurz: Wir vertreten den Standpunkt, dass ein vorsichtig agierender Investor, der jetzt in ausgewählte Midstream-MLP investiert, in der Lage ist langfristig attraktive Gewinne zu erzielen.

Aktuelle Kursentwicklungen spiegeln nicht die Fundamentaldaten wider

Wir sind der Meinung, dass Midstream-MLP in den nächsten 12 Monaten ein attraktives Investment mit Erträgen von durchschnittlich 7,2 % und einem voraussichtlichen Ausschüttungswachstum von 8 % darstellen. Die Kursentwicklungen der jüngsten Vergangenheit spiegeln diese Ansicht zwar nicht wider. Tatsächlich ergab der Citi-MLP-Index über die vergangenen 12 Monate einen Gesamtertrag von -8,2 % und liegt damit unter dem Gesamtergebnis des S&P 500 von -7,6 % im gleichen Zeitraum. Unserer Ansicht nach spiegelt dies allerdings nicht die Fundamentaldaten wider, die Cashflow und Ausschüttungen beeinflussen.

MLP aus den Sektoren Transport und Lagerung von Erdöl und Erdgas zeichnen sich durch eine relativ konstante Nachfrage aus, gleichzeitig können in einigen Fällen die Durchleitungs- und Transporttarife aufgrund ihrer Kopplung an die Inflationsrate erhöht werden. Eine möglicherweise eintretende Rezession sollte daher keine

grundlegenden Auswirkungen auf die Pipeline-Durchleitungsvolumina und/oder den Cashflow haben. Des Weiteren wird das geplante Absatzwachstum primär durch neue Expansionsprojekte getrieben und ist nicht vom Wirtschaftswachstum abhängig. Stattdessen werden Investitionen im Midstream-Bereich durch regionale Kapazitätsbeschränkungen und wechselnde Lieferquellen beeinflusst. Deshalb würden wir im Falle einer Rezession in den nächsten Monaten nur minimale Auswirkungen auf die Ausschüttungen erwarten.

Ein Rückblick auf die letzte Rezession im Jahr 2001 stützt diese Position: MLP waren, verglichen mit der allgemeinen Marktentwicklung insgesamt, signifikant erfolgreicher. Insbesondere der Citi-MLP-Index generierte eine Gesamttrendite von insgesamt 42,7 % im Jahr 2001, während der S&P 500 im gleichen Zeitraum einen Verlust von 11,9 % verzeichnete. Bislang entwickelten sich MLP stark unabhängig.

Das erste Halbjahr 2007 war von einer starken Wertentwicklung im MLP-Sektor gekennzeichnet, gefolgt von einer ungewöhnlich hohen Volatilität im zweiten Halbjahr. Der Citi-MLP-Total-Return-Index beispielsweise erreichte am 13. Juli 2007 ein Allzeithoch von 579,19 Punkten, was einer Steigerung von 22,6 %, bezogen auf den Jahresbeginn, entsprach. Im zweiten Halbjahr dagegen waren die Finanzmärkte von einer starken Volatilität gekennzeichnet, wovon auch der MLP-Sektor nicht verschont blieb. Bedingt durch die starke Ausweitung der Renditedifferenzen zwischen Unternehmens- und Staatsanleihen und den zunehmenden Risiken auf allen Märkten, hatten MLP in den drei aufeinander folgenden Monaten Juli, August und September Verluste zu verzeichnen. Seit Beginn des Jahres 2008 zeigten sich MLP ungewöhnlich volatil, bevor sie im März auf ein Jahrestief fielen.

Wir gehen davon aus, dass die Volatilität in den letzten 12 Monaten auf temporäre Faktoren zurückzuführen ist, wie z.B. die Rückführung von Fremdkapital durch Hedgefonds, die MLP übergewichtet hatten, oder auf die steigenden Renditedifferenzen unterschiedlicher Anleihen. Unserer Ansicht nach wirkten sich diese beiden Faktoren negativ auf die Investitionstätigkeit der Kapitalanleger und auf die geringe Anzahl von Neuemissionen aus. Ausgehend von unserem positiven Ausblick für den MLP-Sektor und im Hinblick auf die

aktuell günstigen Unternehmensbewertungen, meinen wir, dass Midstream-MLP nicht besser bewertet sein können. Alles spricht dafür, dass die Kurse zukünftig stark steigen werden, insbesondere dann, wenn sich die Renditedifferenzen der Anleihen weiter verringern.

Attraktive Erträge und Wachstum im Vergleich zum historischen Durchschnitt

Trotz einer sich abschwächenden Wirtschaft liegt das Ausschüttungswachstum im Midstream-MLP-Sektor über dem Trend. Zwischen 2001 bis 2007 sind die Ausschüttungen von Midstream-MLP um durchschnittlich 7,5 % p.a. gestiegen. Im zweiten Quartal lag das Ausschüttungswachstum bei starken 9,2 %. Wir gehen auch weiterhin von einem über dem Trend liegenden Wachstum der Ausschüttungen für den Rest dieses Jahres bis ins Jahr 2009 aus. Dabei ist zu beachten, dass unsere Prognose eines Ausschüttungswachstums von 8 % für das Jahr 2009 keine erhöhten Rückflüsse (Gewinne) durch Akquisitionen beinhaltet. Diese konservative Entscheidung haben wir aufgrund der angespannten Kapitalmärkte getroffen. Wir beurteilen reine Akquisitionsstrategien bis ins Jahr 2009 kritisch. Dennoch erwarten wir Unternehmenswachstum und attraktive Expansionsprojekte, die die Ausschüttungszuwächse während der kommenden Jahre noch einmal zusätzlich steigern sollten. Die erwarteten Gewinne von 7,2 % bei fortgesetztem Wachstum liegen höher als die durchschnittlichen Ergebnisse der Jahre 2002 bis 2007.

Gesamttrenditechancen

MLP besitzen in Bezug auf die Gesamttrenditechancen einen unverändert attraktiven Vorteil im Vergleich mit nahezu allen anderen Anlageklassen, wie ertragsorientierte Wertpapiere, z.B. REITs, Energiewerte oder der S&P 500. Unserer Meinung nach wird die Kombination aus attraktiven laufenden Erträgen und dem deutlich erkennbaren Renditewachstum bei geringem Risiko schließlich zu steigenden Investitionen in diesen Sektor führen. Steigende Kurse werden durch eine sinkende Ausfallwahrscheinlichkeit unterstützt.

Starke Fundamentaldaten

Nach einigen Quartalen mit stetig besseren Ergebnissen dürfte es unserer Meinung nach schwierig sein, erfahrene Investoren zu finden, die die Fundamentaldaten im Midstream-Energiesektor nicht als stark einschätzen. In der Tat glauben wir auch für die kommenden vier bis fünf Jahre an robuste Fundamentaldaten, zumal zusätzliche Expansionsprojekte in diesem Zeitraum fertig gestellt werden und entsprechende Cashflows generieren werden. Tatsächlich lagen die Ergebnisse des ersten Quartals im Durchschnitt um 7,2 % über unseren Prognosen. Das stützt unsere These von stabilen und intakten Fundamentaldaten. Trotz starker Erstquartalszahlen notieren die Aktien derzeit auf niedrigem Niveau. Daraus sollten sich Chancen für Investoren ergeben.

Hochrentierliche Expansionsprojekte weitergeführt

Vorausschauend sehen wir die Fundamentaldaten im Midstream-Bereich auch weiterhin auf einer soliden Basis. Das Wachstum wird durch nachhaltige Infrastrukturprojekte unterstützt, die nicht vom Wirtschaftswachstum abhängig sind. Stattdessen werden Investitionen im Midstream-Bereich durch regionale Kapazitätsbeschränkungen und wechselnde Versorgungsquellen angetrieben.

Ein Beispiel ist die zunehmende Erdgasgewinnung in Gebieten unzureichend entwickelter Infrastruktur, wie in der Region um die Rocky Mountains. Hier werden vorhandene Transportkapazitäten ausgebaut und - falls gar nicht vorhanden - neu geschaffen. Ebensolche neuen Infrastrukturprojekte werden in Kanada notwendig, da die kanadischen Rohölexporte steigen. Außerdem werden erhebliche Investitionen in Raffinerien nötig, die zurzeit ausschließlich Produkte wie z.B. Benzin herstellen. Laut aktuellen gesetzlichen Regelungen muss Benzin zukünftig einen höheren Anteil Ethanol enthalten.

Wir gehen davon aus, dass eine mögliche Rezession in den USA nur minimale Auswirkungen auf die Steigerungsraten der Ausschüttungen von Midstream-MLP mit sich brächte. Die USA befinden sich in einem der größten Expansionsprozesse der Pipeline- und Lagerinfrastruktur seit den 1950er und 1960er Jahren. Für Investoren bieten Midstream-MLP attraktive Chancen auf oben genannte durchschnittliche Wachstumsraten.

Disclaimer:

Die vorstehenden Inhalte stellen lediglich eine auszugsweise Wiedergabe/Zusammenfassung der subjektiven Einschätzungen der Citigroup dar. Die Angaben, Entwicklungsprognosen, Berechnungen und sonstigen Inhalte wurden von NORDCAPITAL nicht auf ihre Richtigkeit geprüft. Eine Haftung für die Richtigkeit, Vollständigkeit, Aktualität und Genauigkeit der Angaben wird daher ausgeschlossen. Dies gilt auch für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Übersetzung in die deutsche Sprache. Zudem kann keine Haftung für Abweichungen durch künftige wirtschaftliche Entwicklungen sowie durch Änderungen der rechtlichen oder steuerlichen Grundlagen oder der Rechtsprechung übernommen werden. Ferner weisen wir darauf hin, dass die vorstehenden Inhalte lediglich Informationszwecken dienen und keine Anlageberatung oder -empfehlung darstellen.

Quelle: Citigroup Global Markets – Equity Research: Master Limited Partnership Monitor and Reference Book, 16. Mai 2008.

Deutsche Adaption: Nordcapital